

2025 年 8 月 7 日

公司研究

内销短期承压，海外持续发力

——海信家电（000921.SZ）2025 年半年报点评

增持（维持）

当前价：25.40 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

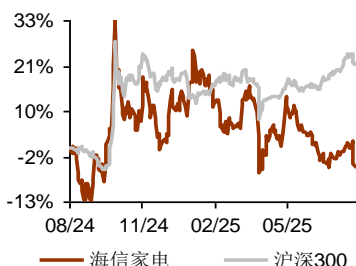
021- 52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.85
总市值(亿元):	351.75
一年最低/最高(元):	22.82/39.05
近 3 月换手率:	59.96%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.65	-13.62	-27.42
绝对	-2.91	-5.61	-4.37

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2025 年半年报：2025 年上半年公司实现营收 493.4 亿元，YoY+1.4%；归母净利润 20.8 亿元，YoY+3.0%。公司 25Q2 实现营收 245.0 亿元，YoY-2.6%；归母净利润 9.5 亿元，YoY-8.3%。

点评：

外销依旧亮眼，中央空调继续承压：分地区看，2025 年上半年公司内销收入 252.5 亿元（同比-0.3%），外销收入 204.5 亿元（同比+12.3%）。分业务看，1) **暖通空调业务：**2025 年上半年实现营收 236.9 亿元（同比+4.1%）。**中央空调：**暖通网数据显示 25H1 国内中央空调行业销量同比-18.9%，在国内基建、地产市场低迷背景下，预计公司 25H1 中央空调内销同比有所下滑；公司 25H1 中央空调外销在美洲、东盟市场取得较大突破，收入同比+59%、+26%。控股子公司海信日立 25H1 营收 106.6 亿元（同比-6.0%），净利润 18.6 亿元（同比-4.9%），净利率 17.5%（同比+0.2pcts），盈利能力稳健。公司持有海信日立 49.2%股份，因此实现并表归母净利润 9.2 亿元（占公司 25H1 归母净利润的 44.1%）。**家用空调：**除去海信日立中央空调收入后，公司 25H1 其他空调业务实现收入 130.4 亿元（同比+14.1%），高增长主要系国补拉动，公司 25H1 家空国内市场线上/线下零售额同比+11.3%/+35.0%。2) **冰洗业务：**25H1 公司冰洗业务营收 153.9 亿元（同比+4.8%），受益于国补政策，25H1 海信、容声冰箱零售额同比分别+8.6%、+9.7%，25H1 海信洗衣机国内收入同比+37.6% 领先行业，外销方面公司洗衣机收入在欧洲、美洲、中东非、东盟等主要海外市场均实现大幅增长。3) **三电公司：**25 年上半年收入同比+3%，新增商权 69 亿元，通过营销技术前端化等措施，积极拓展全球市场。

外销毛利率改善，研发投入增加：25H1 公司毛利率 21.5%（同比+0.2pcts），其中内销毛利率 31.0%（同比-0.1pcts），外销毛利率 12.3%（同比+1.4pcts），25H1 公司毛利率整体稳健，内销毛利率维持韧性，外销盈利能力持续提升。25H1 暖通空调业务毛利率 27.1%（同比-1.6pcts），冰洗业务毛利率 18.8%（同比+2.1pcts）。费用率方面，25H1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别 +0.2/+0.03/+0.01pcts，无重大变化。2025 年公司归母净利率 4.2%（同比+0.1pcts），预计在股权激励的牵引下，未来公司的净利率有望逐步提升。资产负债表方面，25H1 末公司货币资金+交易性金融资产 254.3 亿元，经营安全垫相当充分。

盈利预测、估值与评级：海信家电是 A 股最纯正的中央空调标的，中央空调产品加速渗透海外新兴市场，子公司海信日立降本增效成果显著。考虑到国内中央空调行业持续低迷，我们下调 25-27 年归母净利润预测至 36/40/45 亿元（相较于前次预测下调 5%/6%/4%），现价对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“增持”评级。

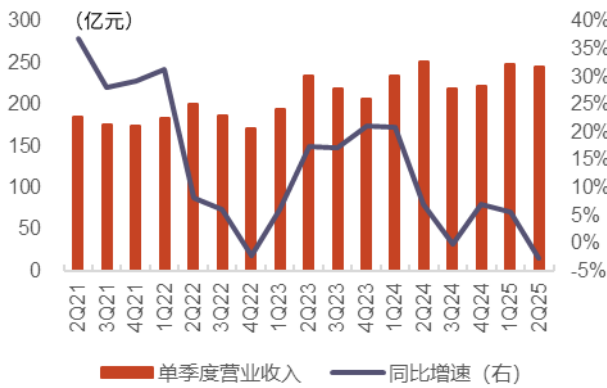
风险提示：原材料大幅涨价，市场竞争加剧，汇率波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	85,600	92,746	98,850	104,678	110,928
营业收入增长率	15.50%	8.35%	6.58%	5.90%	5.97%
归母净利润 (百万元)	2,837	3,348	3,615	4,015	4,534
归母净利润增长率	97.74%	17.99%	7.97%	11.08%	12.92%
EPS (元)	2.04	2.42	2.61	2.90	3.27
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.89%	21.66%	20.81%	21.49%	22.39%
P/E	12	11	10	9	8
P/B	2.6	2.3	2.0	1.9	1.7

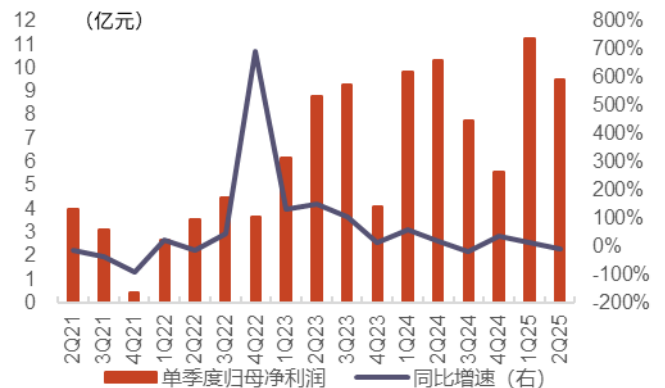
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-06 注：23-24 年公司总股本分别为 13.88、13.86 亿股，截至 2025-08-06，公司总股本为 13.85 亿股，预计 25-27 年公司总股本为 13.85 亿股

图 1：公司单季度营业收入及同比



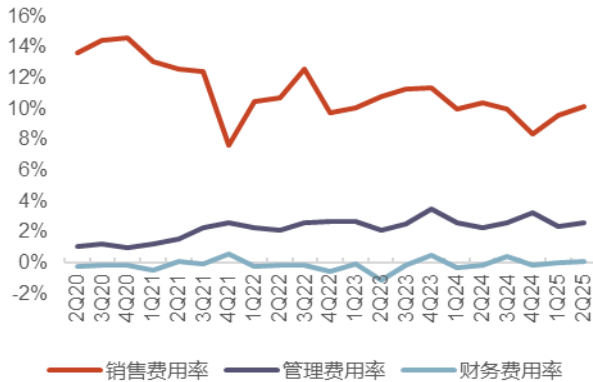
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比



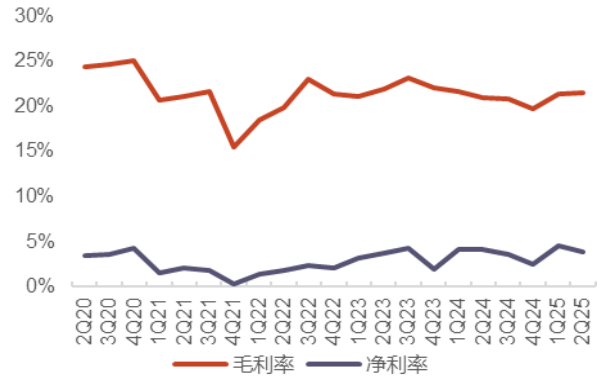
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司单季度三费率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	85,600	92,746	98,850	104,678	110,928
营业成本	66,696	73,476	77,434	81,424	86,221
折旧和摊销	1,141	1,059	1,293	1,404	1,508
税金及附加	579	424	494	523	555
销售费用	9,311	9,002	9,588	10,154	10,760
管理费用	2,296	2,499	2,620	2,774	2,940
研发费用	2,780	3,447	3,707	3,925	4,160
财务费用	-205	-37	22	-73	-129
投资收益	719	906	200	200	200
营业利润	5,248	5,679	6,252	6,879	7,394
利润总额	5,685	5,966	6,352	6,979	7,494
所得税	893	840	953	1,047	1,124
净利润	4,791	5,126	5,399	5,932	6,370
少数股东损益	1,954	1,778	1,784	1,917	1,836
归属母公司净利润	2,837	3,348	3,615	4,015	4,534
EPS(元)	2.04	2.42	2.61	2.90	3.27

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,612	5,132	7,644	7,074	8,601
净利润	2,837	3,348	3,615	4,015	4,534
折旧摊销	1,141	1,059	1,293	1,404	1,508
净营运资金增加	-2,924	1,488	-878	276	-742
其他	9,557	-762	3,615	1,379	3,301
投资活动产生现金流	-9,557	-619	-1,435	-1,225	-1,100
净资本支出	-973	-1,385	-1,450	-1,350	-1,250
长期投资变化	1,671	1,765	0	0	0
其他资产变化	-10,256	-1,000	15	125	150
融资活动现金流	-621	-5,121	-4,507	-2,597	-2,806
股本变化	25	-2	-1	0	0
债务净变化	1,040	193	-2,811	0	0
无息负债变化	6,414	3,584	-2,386	2,058	2,397
净现金流	399	-686	1,702	3,252	4,695

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	22.1%	20.8%	21.7%	22.2%	22.3%
EBITDA 率	6.9%	6.3%	6.9%	7.7%	7.7%
EBIT 率	5.5%	5.2%	5.6%	6.3%	6.4%
税前净利润率	6.6%	6.4%	6.4%	6.7%	6.8%
归母净利润率	3.3%	3.6%	3.7%	3.8%	4.1%
ROA	7.3%	7.4%	7.9%	8.1%	8.0%
ROE (摊薄)	20.9%	21.7%	20.8%	21.5%	22.4%
经营性 ROIC	63.1%	99.8%	128.1%	142.4%	202.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	72%	66%	64%	63%
流动比率	1.02	1.10	1.18	1.25	1.31
速动比率	0.87	0.94	0.98	1.03	1.09
归母权益/有息债务	5.09	5.40	351.73	378.38	410.14
有形资产/有息债务	23.70	23.40	1325.68	1432.34	1549.38

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	65,946	69,702	68,199	73,490	79,291
货币资金	4,939	4,398	6,100	9,351	14,046
交易性金融资产	13,192	16,209	16,209	16,209	16,209
应收账款	9,225	10,481	10,996	11,789	12,558
应收票据	742	459	99	105	111
其他应收款 (合计)	0	243	984	1,042	1,104
存货	6,775	7,567	8,518	9,771	10,347
其他流动资产	6,200	7,688	7,565	7,449	7,324
流动资产合计	45,140	52,508	50,858	56,123	62,130
其他权益工具	40	42	42	42	42
长期股权投资	1,671	1,765	1,765	1,765	1,765
固定资产	5,663	5,648	5,682	5,538	5,216
在建工程	444	674	716	732	729
无形资产	1,342	1,407	1,428	1,449	1,470
商誉	226	226	221	221	221
其他非流动资产	9,879	5,860	5,860	5,860	5,860
非流动资产合计	20,807	17,194	17,342	17,367	17,161
总负债	46,550	50,327	45,131	47,189	49,586
短期借款	2,502	2,709	0	0	0
应付账款	12,050	12,848	13,164	13,842	14,658
应付票据	14,608	16,133	14,713	15,471	16,382
预收账款	4	3	2,966	3,140	3,328
其他流动负债	5,213	5,811	6,055	6,288	6,538
流动负债合计	44,042	47,919	43,001	45,029	47,395
长期借款	43	49	49	49	49
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,098	2,048	2,079	2,108	2,139
非流动负债合计	2,508	2,408	2,130	2,159	2,191
股东权益	19,396	19,375	23,069	26,301	29,705
股本	1,388	1,386	1,385	1,385	1,385
公积金	2,840	2,824	2,825	2,825	2,825
未分配利润	9,355	11,300	13,210	14,526	16,093
归属母公司权益	13,580	15,456	17,365	18,681	20,249
少数股东权益	5,816	3,919	5,703	7,620	9,456

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.88%	9.71%	9.70%	9.70%	9.70%
管理费用率	2.68%	2.69%	2.65%	2.65%	2.65%
财务费用率	-0.24%	-0.04%	0.02%	-0.07%	-0.12%
研发费用率	3.25%	3.72%	3.75%	3.75%	3.75%
所得税率	16%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.01	1.23	1.95	2.14	2.30
每股经营现金流	7.65	3.70	5.52	5.11	6.21
每股净资产	9.78	11.15	12.54	13.49	14.62
每股销售收入	61.67	66.92	71.38	75.59	80.10

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	11	10	9	8
PB	2.6	2.3	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	4.8	4.1	3.1	2.6	2.1
股息率	4.0%	4.8%	7.7%	8.4%	9.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP